

## II.

# Inflación y tipo de cambio

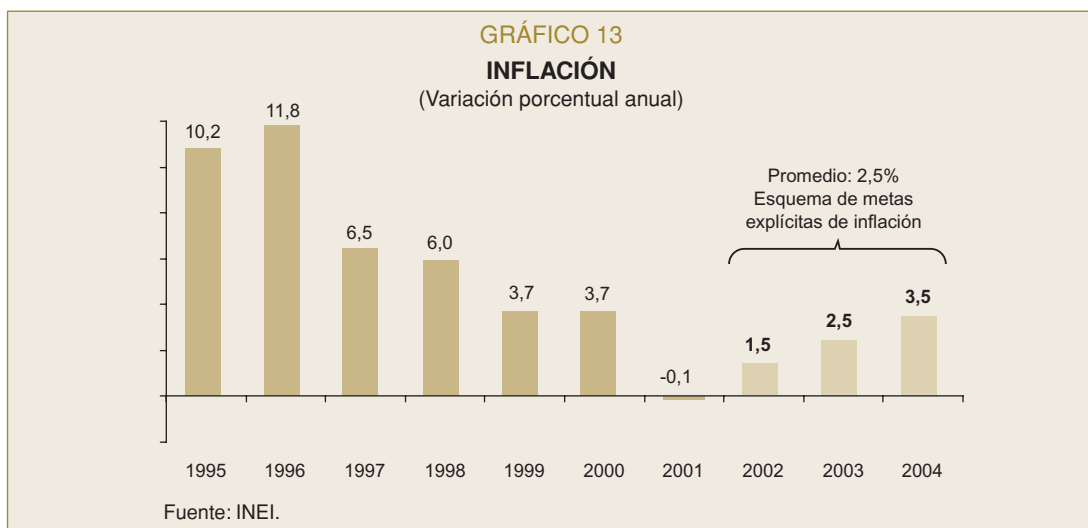
La inflación en el año 2004 fue de 3,48 por ciento. Choques de oferta, como las alzas del precio internacional del petróleo y de los insumos alimenticios importados, y una sequía que afectó la oferta agrícola local, presionaron transitoriamente la tasa de inflación en la primera mitad del año, alcanzando la tasa anual más alta (4,6 por ciento) en julio. Posteriormente, la reversión parcial de estos choques y la apreciación de la moneda nacional permitieron un descenso paulatino de la inflación en los meses siguientes hasta alcanzar un nivel acorde con el establecido en el Esquema de Metas Explícitas de Inflación.

El nuevo sol se apreció 5,5 por ciento respecto al dólar, cerrando el año en un nivel de S/. 3,28. Esta apreciación, que se produjo principalmente durante el segundo semestre del año, se asoció al importante superávit obtenido en la balanza comercial, a las remesas de peruanos residentes en el exterior y a las bajas expectativas depreciatorias que conllevó a una mayor preferencia por nuevos soles por parte de los agentes económicos locales, reflejada en la recomposición de sus portafolios de activos. En términos reales, la moneda peruana se apreció 1,5 por ciento durante el año.

### 1. Inflación

La evolución de la inflación durante el 2004 se caracterizó por la presencia de dos fases; una ascendente en la primera mitad del año vinculada a choques de oferta tanto internos como procedentes

del exterior, tras los cuales la inflación 12-meses alcanzó un máximo de 4,6 por ciento en julio; y una descendente observada a partir de agosto, que permitió cerrar el año con una tasa de inflación de 3,48 por ciento, dentro del rango meta anual (1,5 - 3,5 por ciento).



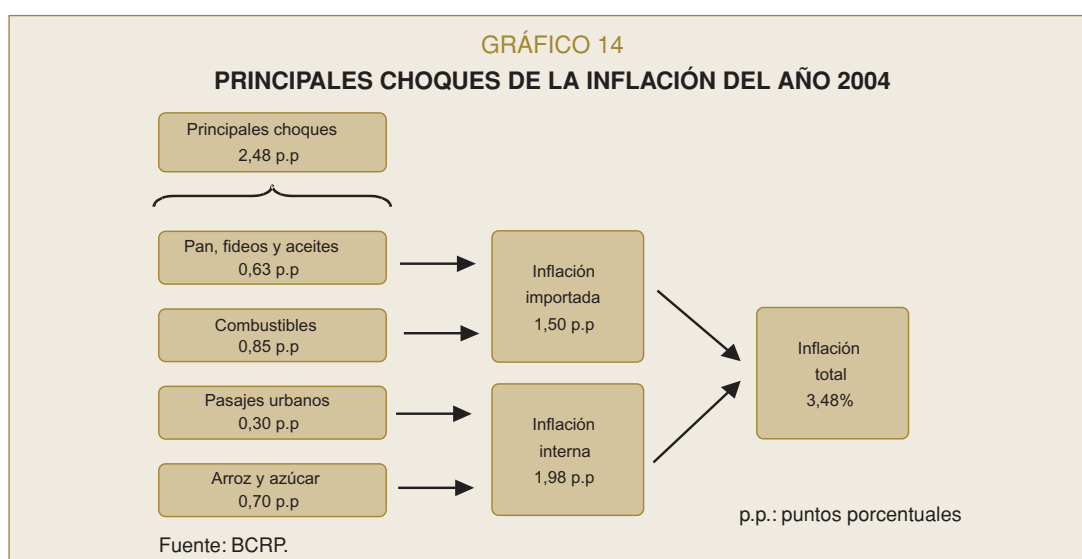
Los choques de oferta fueron anticipados y de carácter transitorio, tal como se señaló en los Reportes de Inflación de enero, mayo y agosto de 2004. Entre los choques figuraron alzas importantes en las cotizaciones internacionales del petróleo e insumos alimenticios, principalmente trigo y soya; así como una sequía que determinó una menor oferta interna de productos como arroz y azúcar. En conjunto, estos factores contribuyeron a explicar 2,5 puntos porcentuales de la inflación anual.

El alza en el precio internacional del petróleo de US\$ 32,1 el barril a fines de 2003 a US\$ 53,2 en octubre de 2004, cerrando en diciembre en US\$ 43,2, impactó de manera directa en el precio de los combustibles, pasajes urbanos y en las tarifas de electricidad. En el caso de los **combustibles**, que tienen un peso de 3,9 por ciento en la canasta del consumidor, el alza fue de 17,8 por ciento. Con la finalidad de evitar un incremento aún mayor, el Gobierno promulgó los Decretos de Urgencia 003-2004 y 010-2004 (en mayo y setiembre, respectivamente), mediante los cuales se estableció un mecanismo de estabilización para los precios de los combustibles vía una reducción del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) y la creación de un Fondo de Estabilización. La reducción del ISC se aplicó entre junio y agosto, y octubre y noviembre como medida compensatoria al aumento de los

precios de combustibles. La aplicación de este mecanismo redujo las presiones inflacionarias por choques de oferta en 0,15 puntos porcentuales.

El alza en los **pasajes urbanos** para el 2004 fue de 3,5 por ciento ya que la alta competencia en este sector habría absorbido la mayor parte del alza en los combustibles vía menores márgenes. Por su parte, las **tarifas de electricidad** registraron en el año un aumento de 12 por ciento, luego de sucesivos reajustes ante los mayores costos de generación y distribución. Cabe mencionar que en este caso el incremento de las tarifas respondió también a una mayor demanda futura, de acuerdo a estimaciones efectuadas por el organismo regulador (Osinerg) para el período 2005-2008, con la metodología establecida por el Ministerio de Energía y Minas.

El aumento en la cotización del trigo, principal insumo para la elaboración de **pan y fideos**, fue de 27 por ciento entre julio de 2003 y enero de 2004 y se debió tanto a una menor oferta de los Estados Unidos y Europa por las condiciones climáticas adversas que afectaron las siembras y rendimientos, así como a una mayor demanda de China. De este modo, los inventarios alcanzaron los niveles más bajos de los últimos 5 años. Influidos por estos factores, el precio del pan registró un alza de 12,9 por ciento durante el 2004 y el de los fideos de 8,4



por ciento. Asimismo, la soya registró un aumento en su cotización internacional de 69 por ciento entre agosto de 2003 y marzo de 2004, en respuesta a la mayor demanda de China, incidiendo en el alza de los precios de los **aceites comestibles** (4,1 por ciento durante el año y 12 por ciento entre noviembre de 2003 y febrero de 2004).

La escasez de agua en la zona norte del país, principalmente Lambayeque y Piura, afectó seriamente la producción de **arroz** pilado (caída de 16 por ciento), con el consecuente incremento de 18,8 por ciento en su precio. Cabe señalar que, restricciones fitosanitarias a las importaciones de arroz procedentes de Asia (Resolución Jefatural No. 064, No. 141 y No. 194-2004-AG-Senasa) impidieron compensar la menor oferta interna. No obstante, hacia finales del año, la situación se atenuó por las importaciones de arroz (variedades “extra” y “superior”) de Uruguay y los Estados Unidos, evitando junto con la mayor área sembrada en la selva (en particular, San Martín) un mayor incremento en el precio de este alimento que posee un peso de 2,3 por ciento en la canasta del consumidor.

Finalmente, el precio del **azúcar** registró un aumento de 23,3 por ciento durante el 2004 debido

a la sequía que afectó los rendimientos, así como problemas financieros y de gestión de las empresas agroindustriales. Como resultado, la producción cayó 22 por ciento durante este año. La menor oferta fue parcialmente compensada con mayores importaciones, principalmente de Bolivia, Colombia, Ecuador y Brasil, las cuales en conjunto alcanzaron una participación cercana al 25 por ciento de la producción nacional.

Como se observa, una parte importante de los choques provino del exterior, lo cual tuvo un fuerte impacto en el indicador de **inflación importada**<sup>1/</sup>, que explica 1,5 puntos porcentuales de la inflación anual. En el 2004 la inflación importada fue 11,3 por ciento, versus 3,0 por ciento en el 2003.

Los choques de oferta elevaron en algunos meses las **expectativas de inflación**<sup>2/</sup> para el 2005 por encima del nivel meta de 2,5 por ciento. En este contexto, el BCRP elevó sus tasas de interés de referencia para las operaciones con los bancos (en 25 puntos básicos en agosto y en octubre), con lo cual se buscó evitar el traslado de los aumentos de precios de productos afectados por los choques de oferta a la inflación subyacente, y a la vez de ir disminuyendo el estímulo monetario.

CUADRO 25  
INFLACIÓN IMPORTADA E INTERNA  
(Variación porcentual acumulada)

	Ponderación	2002	2003	2004
<b>I. IPC IMPORTADO</b>	<b>12,1</b>	<b>10,30</b>	<b>3,03</b>	<b>11,33</b>
Alimentos	5,4	9,98	-0,10	10,90
Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,42	-1,91	-2,83
Medicinas	1,4	3,60	1,74	5,22
Compra de vehículos	0,4	2,70	0,29	-3,50
<b>II. IPC INTERNO</b>	<b>87,9</b>	<b>0,30</b>	<b>2,40</b>	<b>2,28</b>
<b>III. IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>1,52</b>	<b>2,48</b>	<b>3,48</b>

Fuente: INEI.

1/ Este considera las variaciones de precios de los bienes de la canasta del consumidor que son afectados, en mayor magnitud, tanto en forma directa como indirecta, por las cotizaciones internacionales y el tipo de cambio.

2/ Se estiman a través de la encuesta de expectativas macroeconómicas que el BCRP realiza mensualmente a los agentes económicos (empresas financieras, no financieras y analistas económicos).



Otros factores que contribuyeron igualmente al descenso paulatino de la tasa de inflación fueron la reversión de los choques de oferta -lo cual ya había sido previsto en los Reportes de Inflación del BCRP- así como la importante apreciación de la moneda nacional durante el segundo semestre del año. Esto último contribuyó principalmente a atenuar el efecto de la inflación importada.

Todos estos elementos permitieron que al cierre del año se alcance una inflación de 3,48 por ciento, dentro del rango meta establecido en el esquema de

metas explícitas de inflación (1,5 a 3,5 por ciento) vigente desde el 2002. Así, pese a las presiones alcistas sobre los precios que caracterizaron este periodo, se cumplió por tercer año consecutivo con la meta de inflación.

### Inflación subyacente

Este indicador de la tendencia inflacionaria que excluye del Índice de Precios al Consumidor (IPC) los precios de los combustibles, servicios públicos, tarifas de transporte, así como los de aquellos

**CUADRO 26**  
**INFLACIÓN**  
(Variación porcentual anual)

	Ponderación	2002	2003	2004
<b>I. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>68,3</b>	<b>1,69</b>	<b>0,77</b>	<b>2,63</b>
<b>Bienes</b>	<b>41,8</b>	<b>1,76</b>	<b>0,29</b>	<b>3,19</b>
Alimentos y bebidas	20,7	2,07	-0,08	6,82
Textiles y calzado	7,6	1,06	0,91	1,36
Aparatos electrodomésticos	1,0	3,42	-1,91	-2,83
Resto de productos industriales	12,5	1,54	0,70	-1,24
<b>Servicios</b>	<b>26,6</b>	<b>1,57</b>	<b>1,53</b>	<b>1,75</b>
Comidas fuera del hogar	12,0	1,28	1,25	1,78
Educación	5,1	2,70	3,02	4,63
Salud	1,3	3,31	2,19	1,18
Alquileres	2,3	1,00	0,99	-1,57
Resto de servicios	5,9	1,02	0,85	0,48
<b>II. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>31,7</b>	<b>1,16</b>	<b>6,21</b>	<b>5,20</b>
Alimentos	14,8	-2,35	5,24	1,85
Combustibles	3,9	15,60	8,94	17,77
Transportes	8,4	0,11	10,99	3,49
Servicios públicos	4,6	1,96	-1,98	6,19
<b>III. INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>1,52</b>	<b>2,48</b>	<b>3,48</b>

Fuente: INEI.

alimentos con alta variabilidad (como por ejemplo el precio del pollo), registró un aumento de 2,6 por ciento durante el 2004, inferior al alza del IPC (3,5 por ciento). Ello, junto con el aumento de la inflación no subyacente en 5,2 por ciento, reflejaron el carácter transitorio del alza de la tasa de inflación.

### Inflación nacional<sup>3/</sup>

La inflación nacional tuvo una variación de 3,66 por ciento durante el 2004, registrando 15 ciudades un incremento inferior que el promedio, mientras que las restantes registraron una inflación mayor al promedio.



#### RECUADRO 1 TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN

El nuevo sol se apreció en 5,5 por ciento el 2004, en tanto que los rubros altamente sensibles a la variación del tipo de cambio registraron una caída de precios promedio de -1,7 por ciento, en el año.

De acuerdo a un análisis de correlaciones entre las variaciones de precios de los diferentes rubros de la canasta de consumo y del tipo de cambio, los rubros más sensibles al tipo de cambio son artículos electrodomésticos y alquileres, que representan el 3,3 por ciento de la canasta del IPC, así como aparatos recreativos, compra de vehículos, artículos de joyería, repuestos de vehículos, aparatos de recreo y cultura y gasto en hoteles. En total, estos rubros representan el 4,7 por ciento de la canasta del IPC. El resto de rubros de la canasta de consumo registra correlaciones menores a 0,5 e incluso negativas.

#### RUBROS DE MAYOR CORRELACIÓN CON EL TIPO DE CAMBIO 1/

	Ponderación	Correlación 2/	Correlación Ene. 95-Dic. 04
<b>Bienes</b>			
Aparatos electrodomésticos	1,0	0,96	0,89
Artículos recreativos	0,5	0,86	0,54
Compra de vehículos	0,4	0,85	0,59
Artículos de joyería	0,3	0,92	0,81
Repuestos de vehículos	0,1	0,69	0,50
Aparatos de recreo y cultura 3/	0,1	0,93	0,55
<b>Servicios</b>			
Alquileres	2,3	0,96	0,74
Gastos en hoteles	0,1	0,74	0,60
<b>Total</b>	<b>4,7</b>		

1/ Rubros con correlación mayor a 0,5 en el periodo enero 1995 - diciembre 2004.

2/ Correlación máxima tomando ventanas móviles de 24 meses de enero de 1995 a diciembre de 2004.

3/ Incluye computadoras personales, calculadoras y disquetes.

3/ Medición agregada de los índices de precios para 25 ciudades del país, incluyendo Lima Metropolitana, elaborada por el INEI, desde enero de 2003.



## 2. Tipo de cambio

El nuevo sol se apreció de 5,5 por ciento el 2004, cerrando el año en un nivel de S/. 3,28. Esta evolución se registró tras 4 años de observar niveles en promedio cercanos a los S/. 3,50 por dólar con fluctuaciones diarias entre S/. 3,40 y S/. 3,65 en este periodo. La apreciación de la moneda nacional se produjo principalmente en el segundo semestre del año (entre julio y diciembre); luego de que en el primer semestre el tipo de cambio diario oscilara entre S/. 3,45 y S/. 3,51 por dólar.

En el año, el **tipo de cambio real multilateral** (indicador que toma en cuenta la evolución de la inflación doméstica y de los principales socios comerciales, así como la evolución del valor de sus monedas) registró una reducción de 1,5 por ciento debido a que la apreciación nominal del nuevo sol (5,5 por ciento) fue atenuada por el diferencial entre la variación del índice de precios externos (7,9 por ciento) y la inflación interna (3,5 por ciento).

CUADRO 27

### VARIACIÓN DEL NUEVO SOL DURANTE 2004

Respecto a monedas de principales socios comerciales

	Nominal	Real
Estados Unidos	-5,5%	-5,7%
Eurozona	2,9%	1,4%
Japón	-1,8%	-4,9%
Brasil	1,7%	5,8%
Reino Unido	4,2%	4,2%
Chile	-1,0%	-2,0%
China	-5,5%	-6,5%
Colombia	9,8%	12,0%
México	-5,0%	-3,5%
Argentina	-6,3%	-3,9%
Corea	7,2%	6,7%
Taiwán	-0,2%	-2,0%
Venezuela	-21,3%	-9,3%
Canadá	2,0%	0,6%
Bolivia	-8,3%	-7,3%
<b>Canasta*</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,5%</b>

\* Peso con respecto al comercio del año 1994

Fuente: BCRP.

Durante el 2004 destacó la depreciación del dólar con relación al euro (8 por ciento), a la libra esterlina (9 por ciento), al peso colombiano (14 por ciento) y al real brasileño (7 por ciento), monedas frente a las cuales el nuevo sol ganó competitividad, a pesar de la apreciación real frente a la canasta de monedas.

La evolución del **tipo de cambio nominal** estuvo asociada al favorable comportamiento de las cuentas externas así como a las menores expectativas depreciatorias que conllevó a una recomposición del portafolio de los agentes económicos a favor de la moneda nacional, en un contexto de un menor riesgo país y de depreciación del dólar en la región.

La cuenta corriente de la balanza de pagos que registró un nivel casi nulo, fue favorecida por el superávit comercial que alcanzó US\$ 2 793 millones, tres veces mayor al superávit del año anterior, sustentado básicamente en el importante incremento de las exportaciones. De otro lado, durante el año se registró un importante flujo de remesas de peruanos residentes en el exterior, las cuales totalizaron US\$ 1 123 millones, 31 por ciento más de lo registrado el año anterior.

El comportamiento a la baja del tipo de cambio afectó las expectativas depreciatorias del sol, como se pudo apreciar en la tasa de depreciación implícita de los contratos *forward* (diferencial de tasas de interés entre monedas), la que pasó de 1,9 por ciento en julio de 2004 a 1,5 por ciento al cierre del año. En el mismo sentido, las proyecciones de tipo de cambio de los agentes económicos fueron constantemente revisadas a la baja en igual período.

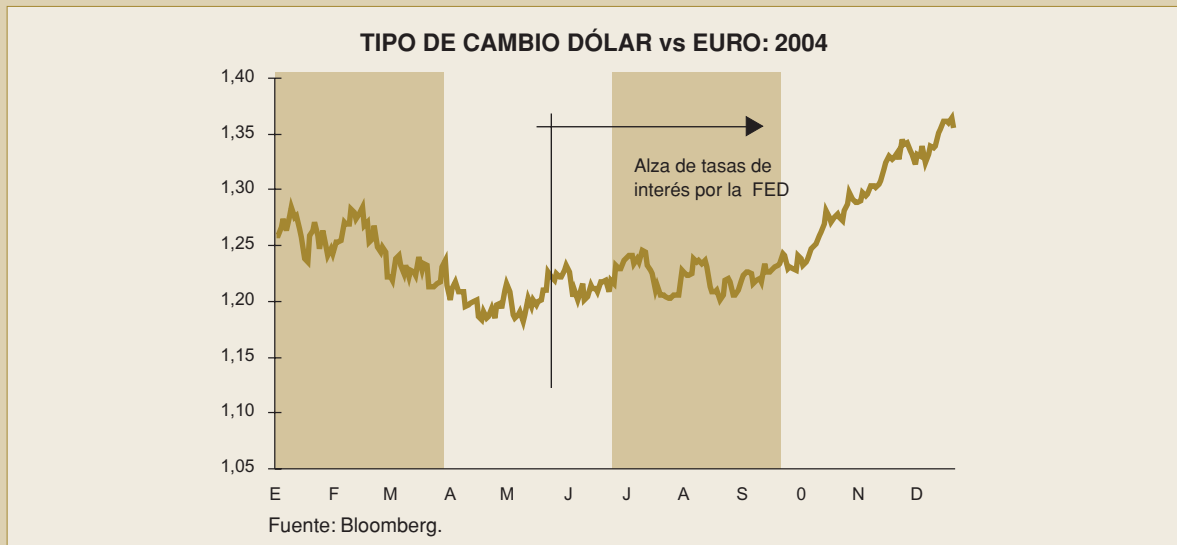
Las menores expectativas de depreciación afectaron también los compromisos de operaciones a futuro (*forward*) de moneda extranjera por parte del público con la banca, lo que se reflejó en el menor saldo de ventas netas promedio anual de las entidades bancarias, que se redujo de US\$ 713 millones en el 2003 a US\$ 583 millones en el 2004.

## RECUADRO 2

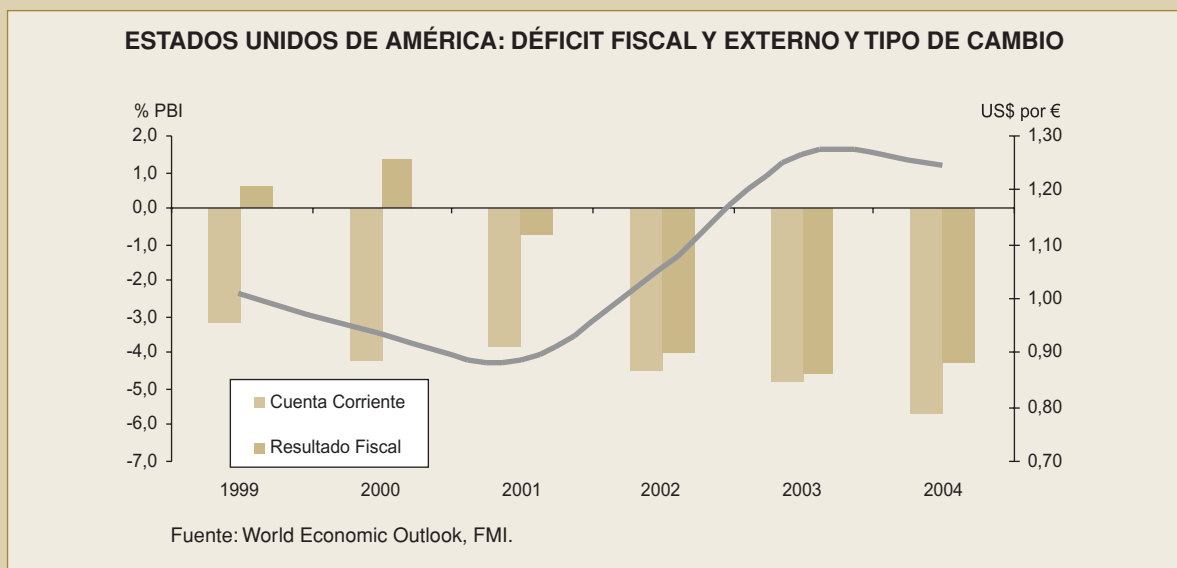
## DEBILITAMIENTO DEL DÓLAR DURANTE EL 2004

En el 2004, el dólar registró una significativa depreciación frente a las principales monedas fuertes y a la mayoría de monedas de las economías emergentes. Entre las primeras, en promedio, el dólar se depreció frente al euro, la libra esterlina, el dólar canadiense y el yen japonés; mientras que respecto al segundo grupo, el dólar se depreció frente al peso chileno; al peso colombiano y el real brasileño.

La tendencia del comportamiento del dólar durante el año no fue uniforme. En el primer semestre experimentó un comportamiento variable tanto respecto al euro cuanto al yen y una relativa estabilidad en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre, el dólar mostró una clara tendencia depreciatoria.



El principal factor que influyó en la depreciación del dólar fue el mantenimiento de los desequilibrios en Estados Unidos en sus cuentas externas y fiscales, las que se encuentran en niveles históricamente altos. En el 2004 la cuenta corriente alcanzó un déficit de 5,7 por ciento del PBI y el déficit en balanza comercial registró cifras récord. Parte del desequilibrio en el déficit en cuenta corriente se asocia a la evolución de las cuentas del sector público, cuyo déficit alcanzó al 4,3 por ciento durante el 2004.

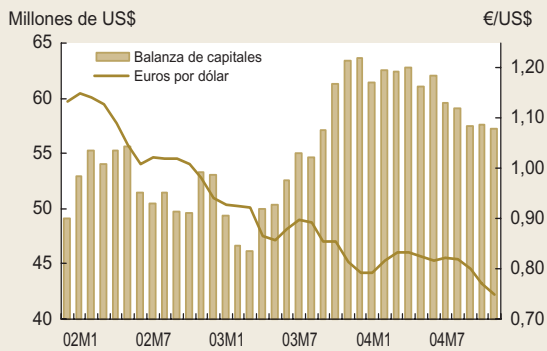


El déficit en cuenta corriente tiene como contrapartida un superávit en la cuenta financiera de la balanza de pagos de Estados Unidos. Desde el 2000, dicha cuenta observó una recomposición en la entrada de capitales desde inversión directa extranjera hacia emisiones de deuda tanto del sector privado cuanto público.

Conviene indicar que las emisiones de deuda del sector público (bonos del Tesoro de Estados Unidos) fueron adquiridas principalmente por bancos centrales del Asia. Según cifras del *Bank for International Settlements* (BIS), los bancos centrales del Asia (incluyendo el de Japón) han incrementado sus reservas entre los años 2001 y 2003 en US\$ 700 mil millones. Esta forma de financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos asociada a la masiva intervención de los bancos centrales asiáticos a la par de regímenes cambiarios con poca flexibilidad y de un modelo de crecimiento en base al sector exportador ha sido descrito como “Nuevo Bretton Woods” 1/.

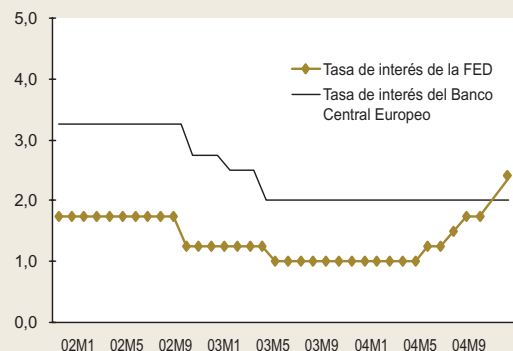
Esta tendencia depreciatoria se vio sólo parcialmente compensada por la elevación de las tasas de interés que, desde junio, viene realizando la Reserva Federal de los Estados Unidos y que ha revertido el diferencial de tasas a favor del dólar. Sin embargo, este ajuste ya había sido previsto por el mercado y se espera que la elevación de las tasas sea mesurada en tanto los diversos indicadores de inflación no muestren presiones en el corto plazo. Otros factores a favor del dólar habrían sido las perspectivas favorables de crecimiento en los Estados Unidos (respecto a la Eurozona y Japón) y la demanda por Bonos del Tesoro Americano por parte de las economías asiáticas, en particular China y Japón.

**Estados Unidos: Flujo de capitales y Tipo de cambio (€/US\$)**



Fuente: Bloomberg.

**Tasa de Interés en Estados Unidos y Eurozona**



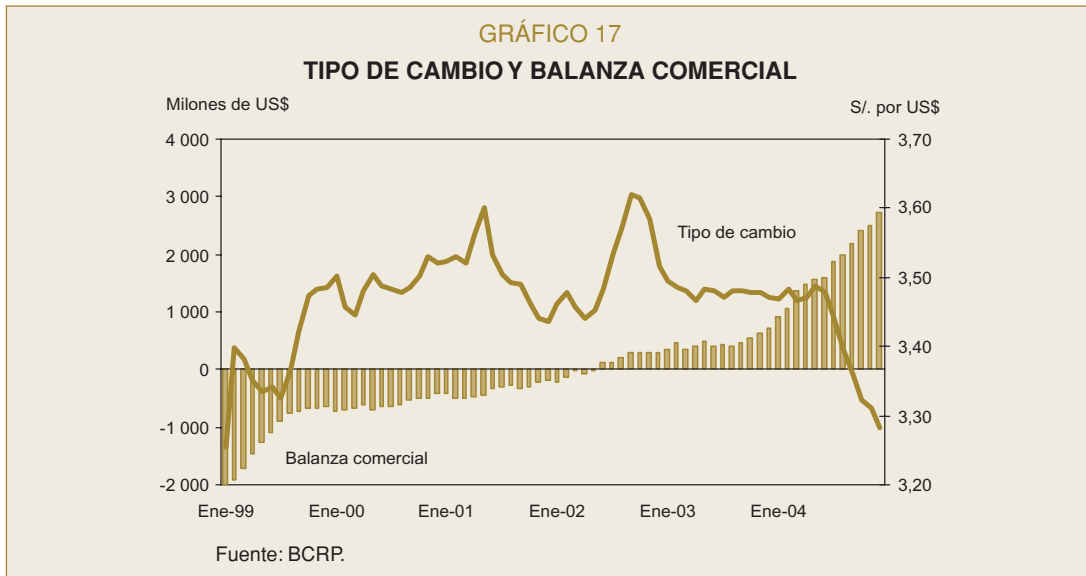
La depreciación del dólar observada en el 2004 también se presentó frente a las monedas de la región, excepto el peso argentino y el bolívar venezolano. El dólar se depreció frente al real brasileño 7 por ciento; al peso colombiano 14 por ciento y al peso chileno 5 por ciento. En este comportamiento influyeron los altos niveles de liquidez internacional, los mejores fundamentos económicos en la mayoría de los países de la región, las mejoras en sus cuentas externas y la mejora en la calificación crediticia de varias economías emergentes. Estos factores también tuvieron incidencia en el alza de las bolsas y en la disminución de los *spreads* de los bonos soberanos que durante el año 2004 alcanzaron sucesivos mínimos históricos.

1/ De acuerdo a M. Dooley, P. Garber y D. Folkerts - Landau.

En este contexto, los agentes económicos recompusieron su portafolio a favor de activos en moneda nacional (depósitos y créditos). El coeficiente de dolarización del sistema bancario se redujo de 62 a 55 por ciento (entre diciembre de 2003 y diciembre de 2004), en tanto que, el

coeficiente de dolarización del crédito al sector privado pasó de 77 a 74 por ciento en igual período. Similarmente, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) dejaron de elevar su portafolio en dólares durante la segunda mitad del año.

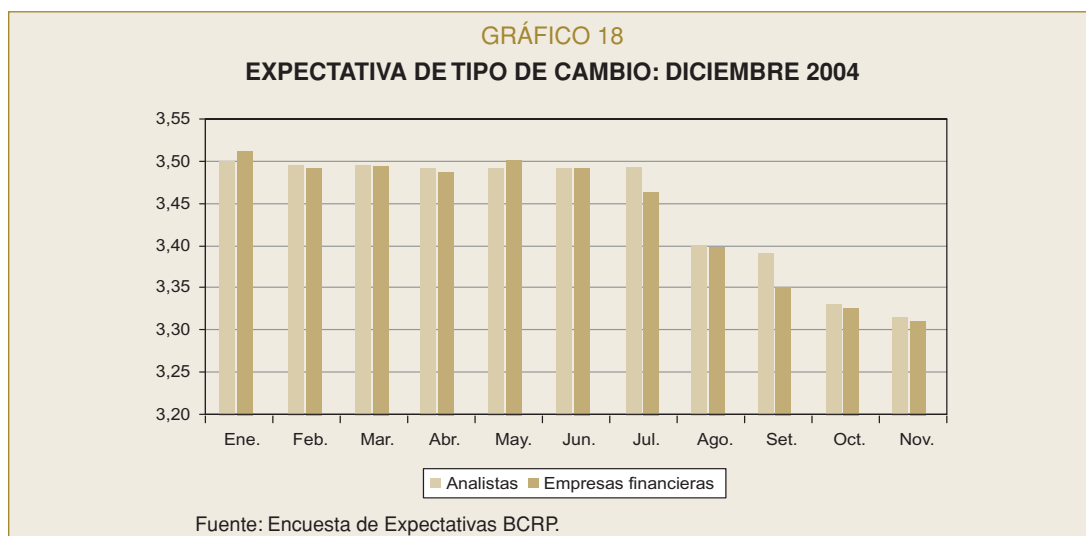




Cabe resaltar que el entorno externo favorable también incidió sobre el comportamiento del menor riesgo regional, lo que se reflejó no sólo en la reducción de los *spreads* de los bonos soberanos sino en una apreciación casi generalizada de las monedas de la región. En el caso particular de Perú, el menor riesgo país estuvo además asociado a la mejora en las calificaciones de riesgo de la deuda externa peruana por parte de Standard & Poor's y Fitch. El indicador de riesgo EMBI+ Perú registró una disminución desde 312 puntos básicos a fines de

diciembre de 2003 a 220 a fines de diciembre de 2004, habiendo alcanzado un mínimo de 214 puntos básicos el 27 de diciembre. Cabe señalar que este desarrollo se vio afectado temporalmente a mediados de año ante la incertidumbre por el inicio del ciclo de alzas de tasas de interés en los Estados Unidos. Ello llevó el *spread* a niveles alrededor de los 500 puntos básicos en mayo.

A fin de atenuar la volatilidad del tipo de cambio y acumular reservas internacionales, el BCRP compró divisas por un monto de US\$ 2 340





millones, concentrándose la mayor parte de estas compras entre agosto y diciembre, período en el que se concentró la presión apreciatoria del nuevo sol. Parte de las compras efectuadas permitió atender la demanda de moneda extranjera del sector público

por US\$ 487 millones, con lo cual las compras netas del BCRP llegaron a US\$ 1 855 millones. Con estas adquisiciones, el BCRP fortaleció su posición de reservas internacionales netas, las cuales alcanzaron un saldo de US\$ 12 631 millones al cierre de 2004.

